

Achat	Potentiel	17%
Objectif de cours	23,00 € (vs 22,90 €)	
Cours au 30/03/2016 (c)	20,00 €	
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	DELFPA / DELFP	

Delfingen

Industrie

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	1,7%	7,4%	3,6%	0,9%
Perf CAC Small	-4,9%	2,3%	-4,7%	5,2%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	48,9
Nb de titres (en millions)	2,4
Volume 12 mois (titres)	179
Extrêmes 12 mois	16,63 € 20,85 €

Actionnariat	
Famille Streit	64%
BPI France	12%
Flottant	24%

Données financières (en M €)					
	au 31/12	2014	2015e	2016e	2017e
CA		156,9	172,2	182,7	193,9
var %		22%	10%	6%	6%
EBE		12,8	17,0	20,0	21,2
% CA		8,2%	9,9%	10,9%	11,0%
ROC		8,7	11,8	14,0	14,6
% CA		5,6%	6,9%	7,6%	7,5%
RN pdg		4,6	6,2	7,6	8,1
% CA		2,9%	3,6%	4,2%	4,2%
Bnpa (€)		189	2,52	3,13	3,30
Gearing (%)		57%	64%	58%	49%
ROCE (%)		7%	8%	9%	9%
ROE (%)		10%	12%	13%	12%
Dette nette 2015		34,1			
Dividende n		0,53			
Yield (%)		3%			

Ratios					
		2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)		0,5	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)		6,1	4,9	4,2	3,8
VE/ROC (x)		9,5	7,0	5,9	5,7
PE (x)		10,6	7,9	6,4	6,1

Analyste :
Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@elcorp.com

Des résultats 2015 en ligne avec nos attentes

Publication des résultats annuels 2015

Après la publication de son chiffre d'affaires 2015 en février dernier à 172,2 M€ (+9,8% en reporté, +13,5% hors activité abandonnées, +3,1% à pcc), Delfingen publie des résultats en ligne avec nos attentes avec un EBE de 17,0 M€ (vs 16,8 M€) et un RNpg de 6,2 M€ (vs 6,1 M€). La société a bénéficié de la hausse de son taux de marge brute de 3,1 pts (2,4 pts hors activités abandonnées) à 52,3% qui vient couvrir la hausse de ses coûts opérationnels. La société entend proposer un dividende de 0,53 € lors de sa prochaine Assemblée Générale.

Commentaires

La forte croissance du taux de marge brute de Delfingen à 52,3% est liée à trois éléments : meilleur mix produits (produits techniques, plus générateurs de marge), baisse du prix des matières premières (+ la capacité de ne pas répercuter 100% de cette baisse sur le prix de vente), optimisation de la productivité (1 M€ de réduction de coûts environ). La marge brute est ainsi passée à 90,1 M€ (vs 75,7 M€ hors activités abandonnées en 2014).

L'EBE atteint 17,0 M€ (vs 12,8 M€ en 2014) prenant en compte une hausse de 16% des charges opérationnelles (dont la moitié est liée à l'impact défavorable des taux de change). La masse salariale augmente à 41,8 M€ (+15,3%, dont +7,7% tcc) compte tenu de la hausse de l'effectif moyen de 94 personnes.

Le cash-flow d'exploitation ressort à 10,0 M€ (vs 4,8 M€) compte tenu de la hausse du résultat et de la maîtrise du BFR sur la période à 27,0 M€ (15,7% du CA vs 16,0% en 2014). Les capex s'élèvent à 9,1 M€ (+20%, liés principalement à l'aménagement des usines de production en Asie).

Sur l'exercice, Delfingen a contracté 23,0 M€ de dettes (dont 15,0 M€ d'obligation) pour financer son développement, allonger la maturité de sa dette et diversifier les sources de financements. Avec un capex normatif compris entre 3% et 5% du CA, une croissance supérieure à celle attendue sur le marché de l'automobile (+2,0%) et une amélioration de sa MOC, la société devrait à nouveau faire appel à de la dette selon nous pour financer sa croissance. Nous attendons néanmoins un gearing en baisse et une DN/EBE < 2.

Suite à la publication, nous ajustons nos attentes avec un CA 2016 de 182,7 M€, nous attendons un ROC de 14,0 M€ (vs 13,5 M€ précédemment) et un RNpg de 7,6 M€ (vs 7,3 M€).

Le management précise que le recours à de la croissance externe pourrait se faire de façon opportuniste (pas d'opérations en vue pour le moment).

Recommandation

Suite à cette publication et aux ajustements dans notre modèle, notre objectif de cours ressort à 23,00 € (vs 22,90 €) et notre recommandation reste à Achat.

Prochaine publication : chiffre d'affaires T1 2016, le 9 mai 2016

Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	122,4	128,7	156,9	172,2	182,7	193,9
Excédent brut d'exploitation	13,3	12,5	12,8	17,0	20,0	21,2
Résultat opérationnel courant	9,5	9,1	8,7	11,8	14,0	14,6
Résultat opérationnel	9,1	7,6	8,1	11,8	14,0	14,6
Résultat financier	-1,7	-1,4	-1,1	-1,7	-2,1	-2,1
Impôts	-3,5	-2,8	-2,2	-3,9	-4,2	-4,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	3,7	3,1	4,6	6,2	7,6	8,1
Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Actifs non courants	41,2	44,8	58,0	67,7	72,9	76,1
<i>dont goodwill</i>	22,0	23,9	29,2	32,2	32,2	32,2
BFR	53,9	47,6	58,7	57,3	57,3	57,3
Disponibilités + VMP	8,9	14,4	13,6	22,2	22,7	22,4
Capitaux propres	33,9	39,7	48,4	53,2	59,6	66,4
Emprunts et dettes financières	28,6	30,7	41,2	56,3	57,2	55,0
Total Bilan	85,6	97,5	120,7	142,1	151,0	157,2
Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Marge brute d'autofinancement	8,4	8,4	9,7	13,2	15,2	16,8
Variation de BFR	-3,8	-1,7	4,2	1,5	1,6	1,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	12,2	10,1	5,5	11,7	13,5	15,1
Investissements opérationnels nets	-3,4	-5,0	-7,5	-8,9	-11,2	-9,8
Investissements financiers nets	-5,1	-4,0	-4,2	-3,4	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-8,4	-9,1	-11,8	-12,3	-11,2	-9,8
Augmentation de capital	0,0	4,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	4,4	5,4	3,8	15,5	0,9	-2,2
Dividendes versés	-0,2	-0,7	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,0	6,6	1,9	12,7	-2,4	-5,6
Variation de l'endettement financier net	6,9	7,6	-4,4	12,0	-0,1	-0,3
Ratios (%)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Variation chiffre d'affaires	8,9%	5,1%	21,9%	9,8%	6,1%	6,1%
Marge EBE	10,8%	9,7%	8,2%	9,9%	10,9%	11,0%
Marge opérationnelle courante	7,7%	7,1%	5,6%	6,9%	7,6%	7,5%
Marge opérationnelle	7,4%	5,9%	5,2%	6,8%	7,6%	7,5%
Marge nette	3,0%	2,4%	2,9%	3,6%	4,2%	4,2%
Investissements opérationnels nets/CA	-2,7%	-3,9%	-4,8%	-5,2%	-6,1%	-5,1%
BFR/CA	44,0%	37,0%	37,4%	33,2%	31,3%	29,5%
ROCE	8,7%	8,5%	7,5%	8,0%	9,3%	9,2%
ROCE hors GW	14,2%	14,2%	11,7%	12,4%	13,8%	13,5%
ROE	10,8%	7,8%	9,6%	11,6%	12,8%	12,1%
Payout	20,1%	19,7%	20,1%	20,0%	16,9%	20,0%
Dividend yield	5,4%	2,1%	1,9%	2,5%	2,7%	3,3%
Ratios d'endettement	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gearing (%)	58,1%	41,0%	56,9%	64,2%	57,8%	49,1%
Dettes nette/EBE	1,5	1,3	2,1	2,0	1,7	1,5
EBE/charges financières	7,8	8,7	11,9	10,2	9,5	10,1
Valorisation	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nombre d'actions (en millions)	2,0	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,0	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,7	12,2	20,4	20,0	20,0	20,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	13,7	27,2	49,9	48,9	48,9	48,9
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	19,7	16,3	27,5	34,1	34,5	32,6
(3) Valeur des minoritaires	1,6	1,9	1,0	0,0	0,3	0,3
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	35,0	45,5	78,4	83,0	83,6	81,7
PER	3,7	8,8	10,8	7,9	6,4	6,1
VE/ EBE	2,6	3,6	6,1	4,9	4,2	3,8
VE/ROC	3,7	5,0	9,0	7,0	6,0	5,6
VE/CA	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
P/B	0,4	0,7	1,0	0,9	0,8	0,7
Données par action (€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bnpa	1,79	1,27	1,89	2,52	3,13	3,30
Book value/action	16,7	16,3	19,8	21,8	24,4	27,2
Dividende /action	0,36	0,25	0,38	0,50	0,53	0,66

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyse ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations

Achat : Depuis le 31/07/2015

Accumuler : Du 13/11/2014 au 01/02/2015

Alléger : (-)

Vente :

Sous revue : Du 31/03/2015 au 30/07/2015

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate

17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80